

➤ **事件:** 3月31日, 士兰微发布 2022 年年度报告, 公司实现营收 82.82 亿元, 同比增长 15.12%; 实现归母净利润 10.52 亿元, 同比下降 30.66%; 实现扣非归母净利润 6.31 亿元, 同比下降 29.49%。

➤ **22Q4 费用计提影响利润表现, 23 年营收目标彰显信心。** Q4 公司实现营收 20.38 亿元, 同比增长 3.33%, 环比下降 1.06%, 主要系消费电子产品需求较为疲软、产能利用率下降所致。不过值得注意的是, 公司 Q4 毛利率为 28.07%, 环比上升 0.65pct, 我们认为得益于公司在汽车、新能源领域的开拓, 产品结构升级, 使得在消费类承压的情况下毛利率依旧得以环比提升。

公司归母净利润 2.78 亿元, 同比下降 64.81%, 环比降低 58.83%; 而公司扣非利润-0.39 亿元, 同比下降 118.64%, 环比下降 123.18%, 归母与扣非的差异系 1) 计提 3.1 亿元公允价值变动收益; 2) 投资净收益亏损 0.81 亿。而扣非利润亏损, 主要系 1) 营收降速; 2) 年底奖金计提、股份支付与研发增速导致费用大幅提升; 3) 计提 5151 万元的资产减值损失, 侵蚀公司利润。

展望 2023 年, 公司目标实现营收 110 亿元左右 (同比增长 33%左右), 营业总成本将控制在 95 亿元左右, 充分彰显公司信心。

➤ **12 英寸产能持续加码, SiC 产线开始爬坡。** 公司产能持续扩充, 2022 年 12 吋线总计产出芯片 47 万片, 较上年同期加 125%, 随着公司持续扩产, 将成为国内最大产能 IDM 公司。此外, 公司积极布局碳化硅市场, Q4 6 英寸 SiC 产线已实现初步通线, 月产能达 2000 片/月, 预计 23 年底月产能可达 6000 片/月。

➤ **IGBT 等高端产品持续发力, 下游迈向汽车、新能源市场。** IGBT 方面, 公司自主研发的 V 代 IGBT 和 FRD 芯片的电动汽车主电机驱动模块, 已在国内多家客户通过测试, 并已在部分客户批量供货。公司正在加快汽车级功率模块 (PIM) 产能的建设, 已具备月产 10 万只汽车级模块产能。SiC 方面, 公司已完成第一代平面栅 SiC MOSFET 技术的开发, 性能指标达到业内同类器件结构的先进水平。且公司 SiC MOSFET 模块参数指标较好, 并已向客户送样。模拟芯片方面, 持续发力 AC/DC、DCDC 产品, 如 PoE (以太网供电) 芯片营收快速成长, 该产品可以满足安防等领域多种功率和整机应用需求, 整体解决方案国内领先。

➤ **投资建议:** 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 11.83/16.25/20.47 亿元, 同比增长 12.4%/37.3%/26.0%, 当前市值对应 PE 为 49/36/29 倍, 我们看好当前公司产能持续提升, 高门槛产品占比提升, 未来新市场开拓值得期待, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 产能释放不及预期的风险; 新产品营收增长不及预期的风险; 行业景气度变化的风险。

**推荐**

维持评级

当前价格:

41.19 元

**分析师 方竞**

执业证书: S0100521120004

邮箱: fangjing@mszq.com

**分析师 童秋涛**

执业证书: S0100522090008

邮箱: tongqiutao@mszq.com

**相关研究**

1. 士兰微 (600460.SH) 2022 年三季报点评: Q3 短期业绩承压, 定增扩产彰显信心-2022/11/03
2. 士兰微 (600460.SH) 定增点评: 前瞻布局晶圆和封装产能, 奠定长期成长动力-2022/10/16
3. 士兰微 (600460.SH) 2022 年中报点评: 业绩创新高, 期待新品放量-2022/08/25
4. 士兰微 (600460.SH) 2022 年一季报点评: Q1 业绩创新高, 加码 12 英寸产线巩固产能优势-2022/05/02
5. 士兰微 (600460.SH) 2021 年年报点评: 产品持续升级、下游多点开花, 22 年业绩指引彰显信心-2022/04/01

**盈利预测与财务指标**

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	8,282	10,868	13,595	17,325
增长率 (%)	15.1	31.2	25.1	27.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,052	1,183	1,625	2,047
增长率 (%)	-30.7	12.4	37.3	26.0
每股收益 (元)	0.74	0.84	1.15	1.45
PE	55	49	36	29
PB	7.9	6.9	5.9	5.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 6 日收盘价)

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,282	10,868	13,595	17,325
营业成本	5,843	7,697	9,429	12,181
营业税金及附加	29	38	48	61
销售费用	143	220	276	351
管理费用	377	465	554	689
研发费用	711	881	1,170	1,457
EBIT	1,153	1,566	2,117	2,586
财务费用	209	219	221	206
资产减值损失	-78	-22	-32	-42
投资收益	-174	-80	-87	-94
营业利润	1,194	1,312	1,801	2,268
营业外收支	-1	-3	-3	-3
利润总额	1,192	1,310	1,798	2,265
所得税	145	127	174	220
净利润	1,048	1,183	1,624	2,045
归属于母公司净利润	1,052	1,183	1,625	2,047
EBITDA	1,887	2,378	2,928	3,466

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,230	2,717	3,887	5,097
应收账款及票据	2,144	2,583	2,995	3,450
预付款项	40	48	62	80
存货	3,072	3,417	4,323	5,027
其他流动资产	740	949	1,248	1,500
流动资产合计	8,226	9,714	12,515	15,154
长期股权投资	998	1,230	1,397	1,564
固定资产	4,255	4,676	4,829	4,806
无形资产	263	239	257	248
非流动资产合计	8,695	7,590	7,399	7,339
资产合计	16,920	17,304	19,915	22,494
短期借款	2,466	2,500	2,500	2,500
应付账款及票据	1,728	2,012	2,629	3,060
其他流动负债	1,341	701	855	1,061
流动负债合计	5,535	5,214	5,984	6,622
长期借款	2,109	2,609	2,909	3,009
其他长期负债	1,206	346	426	426
非流动负债合计	3,315	2,956	3,336	3,436
负债合计	8,850	8,169	9,319	10,057
股本	1,416	1,416	1,416	1,416
少数股东权益	697	696	695	694
股东权益合计	8,070	9,135	10,596	12,437
负债和股东权益合计	16,920	17,304	19,915	22,494

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	15.12	31.22	25.09	27.44
EBIT 增长率	-12.35	35.83	35.19	22.13
净利润增长率	-30.66	12.44	37.29	25.98
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	29.45	29.17	30.64	29.69
净利润率	12.65	10.88	11.94	11.81
总资产收益率 ROA	6.22	6.84	8.16	9.10
净资产收益率 ROE	14.27	14.02	16.41	17.43
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.49	1.86	2.09	2.29
速动比率	0.92	1.19	1.35	1.51
现金比率	0.40	0.52	0.65	0.77
资产负债率 (%)	52.30	47.21	46.79	44.71
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	90.15	83.15	77.09	69.46
存货周转天数	191.88	163.08	168.57	151.88
总资产周转率	0.49	0.63	0.68	0.77
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.74	0.84	1.15	1.45
每股净资产	5.21	5.96	6.99	8.29
每股经营现金流	0.14	1.29	1.36	1.77
每股股利	0.10	0.08	0.11	0.14
<b>估值分析</b>				
PE	55	49	36	29
PB	7.9	6.9	5.9	5.0
EV/EBITDA	32.61	25.54	20.44	16.95
股息收益率 (%)	0.24	0.20	0.28	0.35

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,048	1,183	1,624	2,045
折旧和摊销	734	812	811	880
营运资金变动	-1,666	-489	-926	-881
经营活动现金流	204	1,832	1,925	2,502
资本开支	-1,550	-657	-657	-655
投资	-262	-273	-166	-168
投资活动现金流	-1,770	209	-710	-917
股权募资	3	0	0	0
债务募资	2,124	-753	300	100
筹资活动现金流	1,435	-1,554	-44	-376
现金净流量	-120	487	1,170	1,210

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026